

DL.US 正保远程教育

2016Q1 业绩点评：进一步提高回购计划金额，显示管理层信心

2016年02月26日

市场数据

报告日期	2016.2.26
收盘价(美元)	12.55
总股本(亿 ADS)	0.356
总市值(亿美元)	4.4
净资产(亿美元)	.52
总资产(亿美元)	1.72
每 ADS 净资产(美元)	1.46

数据来源: Wind

相关报告

正保远程教育(DL.US) 2015 财年业绩跟踪报告

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

主要财务指标

会计年度	2013	2014	2015	2016Q1
营业收入(千美元)	71,360	97,196	108,177	24,368
同比增长(%)	37.0%	36.2%	11.3%	13.5%
净利润(千美元)	13,564	23,409	24,573	4,108
同比增长(%)	65.2%	72.6%	5.0%	-10.4%
毛利率(%)	58.1%	59.0%	59.0%	52.3%
净利润率(%)	19.0%	24.1%	22.7%	16.9%
净资产收益率(%)	21.0%	28.7%	26.0%	7.9%
每 ADS 利润(美元)	0.4	0.67	0.68	0.12

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **事件:** 参加正保远程教育截止至 2015 年 12 月 31 日 2016 财年第一季度业绩发布会议。
- **2016Q1 业绩概要:** 2016Q1 净营收 2440 万美元, 同比增长 13.5%; 毛利率为 52.3%, 去年同期为 54.2%; 净利润 410 万美元, 同比减少 10.4%; 每 ADS 净利润 0.116 美元。总报名课程数 119.2 万, 同比增长 11.9%; 在线课程现金收入 2670 万美元, 同比增长 32.7%。每 ADS 净利润 0.116 美元。
- **我们的观点:** 公司收入和报名课程保持稳定增长, 新业务的开展也按计划逐步实行当中, 其中校企合作、教师在培训课程的推出、正保开放平台以及手机 APP 的应用都取得了实质性的进展。我们认为宏观经济的影响对公司未来业绩的影响有限, 核心会计领域已经在成熟阶段, 将会保持单位数增长; 医学课程增速将会随着该领域的线上教育渗透率的上升和公司市场份额的提升而快速增长; 另外新业务对 2016 年收入贡献有限, 但长远来讲会是增长的核心动力之一。我们认为校企合作以及教师在培训课程都是潜力巨大的市场, 建议投资者积极关注。
- **风险提示:** 1) 在线教育的新进入者在近年有所增加, 行业竞争加剧; 2) 中国经济环境可能恶化影响公司业绩; 3) 国家对职业证书的政策变动可能会导致未来业绩受到影响; 4) 新业务拓展可能不及预期。

报告正文

- **我们的观点:** 公司收入和报名课程保持稳定增长, 新业务的开展也按计划逐步实行当中, 其中校企合作、教师在培训课程的推出、正保开放平台以及手机 APP 的应用都取得了实质性的进展。我们认为宏观经济的影响对公司未来业绩的影响有限, 核心会计领域已经在成熟阶段, 将会保持单位数增长; 医学课程增速将会随着该领域的线上教育渗透率的上升和公司市场份额的提升而快速增长; 另外新业务对 2016 年收入贡献有限, 但长远来讲会是增长的核心动力之一。我们认为校企合作以及教师在培训课程都是潜力巨大的市场, 建议投资者积极关注。
- **2016Q1 业绩概要:** 2016Q1 净营收 2440 万美元, 同比增长 13.5%; 毛利率为 52.3%, 去年同期为 54.2%; 净利润 410 万美元, 同比减少 10.4%; 每 ADS 净利润 0.116 美元。总报名课程数 119.2 万, 同比增长 11.9%; 在线课程现金收入 2670 万美元, 同比增长 32.7%。每 ADS 净利润 0.116 美元。
- **执业医师考试收入确认提前推动 Q2 业绩超指引:** 公司 Q2 收入 2440 万美元, 超过了前期给出的 2150-2260 万美元收入的指引, 主要是由于执业医师考试成绩发放提前至 12 月中, 导致相应去年同期 Q2 才确认的收入提前至 Q1。去除这部分影响的话, 净收入增长 5.5%, 与指引上线相符。
- **人民币贬值和课程调整导致 ASP 下降:** 会计、医药和建筑工程课程的 ASP 都有不同程度的下降主要是由于一下几个原因: 1) 2016 年开始取消提供价格较高的多年课程; 2) 学生报读课程组合有所变化导致 ASP 出现波动; 3) 约 4% 的下降是来自于人民币贬值所带来的负面影响。
- **新业务按计划落实:** 1) 新增 K-12 教师再培训以及医学再培训课程。2) 会计课程手机端流量同比增长 59%, 已经接近全网流量的一半, 而 APP 数量维持 58 个不变, 但总注册人数上升 140 万至 1300 万人。3) 校企合作项目签约学校达到 300 个, 后续将会持续增加。4) 正保开放平台保持较高增速, 收入同比增长 15.9% 至 260 万。
- **维持派息政策, 提高回购计划金额:** 公司 2015 财年的特别股息 0.225 美元/ADS 已经在今年 1 月派发, 另外公司宣布把回购计划的金额从 2000 万美元上升至 4000 万美元。目前回购计划共用金额约 1520 万美元。公司认为回购和派息是回报股东的有效方式, 而回购力度的加大并不会影响公司的派息政策, 年末董事局会根据现金情况来决定当年的派息。
- **未来展望:** 公司预计 2016Q2 净营收 2410-2520 万美元之间, 同比增长 8%-13%;

2016 全年净营收指引维持不变,在 1.24-1.30 亿美元之间,同比增长 15%-20%。

- **风险提示:** 1) 在线教育的新进入者在近年有所增加,行业竞争加剧; 2) 中国经济环境可能恶化影响公司业绩; 3) 国家对职业证书的政策变动可能会导致未来业绩受到影响; 4) 新业务拓展可能不及预期。

图表 1: 正保远程教育 2016Q1 业绩主要财务指标变动情况

	2015Q1	2016Q1	同比	点评
在线教育服务收入	17,359	19,187	10.5%	执业医师考试成绩提前公布导致原来 Q2 才确认的收入提前至 Q1
书籍和参考材料收入	1,275	1,789	40.3%	波动性较大
其他业务收入	2,837	3,392	19.6%	线下医学培训和创业培训课程收入增加
营业收入	21,471	24,368	13.5%	
服务成本	-9,305	-10,945	17.6%	工资及其他费用增加
出售货品成本	-523	-672	28.5%	
营业成本	-9,828	-11,617	18.2%	
毛利	11,643	12,751	9.5%	
销售费用	-4,338	-5,422	25.0%	推广及促销活动增加
管理费用	-2,659	-3,987	49.9%	股份薪酬及其他行政费用增加
营业支出	-6,997	-9,409	34.5%	
其他收入-经营	157	185	17.8%	
营业利润	4,803	3,527	-26.6%	
利息支出	-96	-146	52.1%	
利息收入	826	1,019	23.4%	
汇兑净收益	221	720	225.8%	
除税前溢利	5,754	5,120	-11.0%	
所得税	-1,170	-1,012	-13.5%	
归属普通股股东净利润	4,584	4,108	-10.4%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩会议主要 Q&A

Q1 公司进行了回购计划会对未来的股息分红政策有影响吗?

公司的股息分红政策没有改变。董事会会根据公司的现金情况来做出分红的决策。

Q2 公司未来会有更多的 M&A 动作吗?

公司一直以来都有一个比较多方面的发展策略,但是在过去几年中,公司采取的是一个相对保守的内生增长策略。目前及未来的发展策略会变得比过去激进一些, M&A 方面的活动会多一些,可能在近期就会有所公布。

Q3 中国目前经济环境下,对公司有哪些影响?

公司策略的侧重点一直是终身教育。职业教育中的会计、医学、建筑工程领域是

公司比较有竞争力的。会计和医药的增长会延续下去，而建筑工程领域由于短期行业不景气的问题，增长可能不会太理想，但是公司在新开拓的学科领域，例如教师再培训课程，所以对 2016 全年指引的 15%-20%收入增长有信心。另外，在宏观经济的景气程度对公司的影响并不大，可能经济不好的时候，更多人寻求职业培训和考取专业资格证书。

Q4 ASP 的下降比较快，是什么原因呢？

会计和建筑工程的 ASP 的下降主要 2 个原因： 1) 2016 年开始停止了价格较高的多年课程。2) 人民币贬值了 4%。

Q5 校企合作的盈利模式是怎样？

校企合作主要在 4 方面：1) 共同办课，正保会提供在线课程和题库以及在线考试，而学校老师更多的是在科室里担任助教。2) 在线实时课程及相应软件。3) 在线实习机会。4) 求职推荐，帮助学生解决就业问题。

每一个服务都会有对应的收费，前 3 个大概 400 元左右，而最后的求职推荐服务费需要几千块。

目前合作的学校有 300 多家，但是签约仅仅是一个开始，还需要后续的 IT 硬件和软件的支持，所以实际反应在财报中可能还需要 1 年的时间。

Q6 中国近期的外汇管制会影响公司后续的回购和分红吗？

公司认为不会受到影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。